

pISSN 2073-4484
eISSN 2311-8768

Финансовые инструменты

АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПОРТФЕЛЬНЫХ СТРАТЕГИЙ, ОСНОВАННЫХ НА КОНЦЕПЦИИ ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТИ НА ПРИМЕРЕ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Наталья Александровна ХУТОРОВА ^{а*},
Никита Александрович НАЗИН ^б

^а кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической безопасности
Института права и национальной безопасности,
Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС),
Москва, Российская Федерация
khutorova-na@ranepa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-2123-4573>
SPIN-код: 2595-1236

^б трейдер отдела ценных бумаг казначейства и отдела управления ликвидностью,
АО «ФИНАМ»,
магистрант 2 года обучения факультета финансов и банковского дела,
Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС),
Москва, Российская Федерация
nazinnik1997@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0001-9261-6694>
SPIN-код: 8106-7139

* Ответственный автор

История статьи:

Рег. № 286/2021
Получена 13.05.2021
Получена в
доработанном виде
31.05.2021
Одобрена 20.06.2021
Доступна онлайн
16.08.2021

УДК 336.763
JEL: G11, G17

Аннотация

Предмет. Процессы формирования и управления портфелем ценных бумаг. В странах с развитыми рынками в процессе управления активно используются различные стратегии; данные тенденции находят отражение в практике портфельных управляющих и на отечественном рынке.

Цели. Анализ эффективности портфельных стратегий, основанных на концепции дивидендной доходности, для выявления наиболее приемлемой на российском фондовом рынке для среднесрочных инвестиций.

Методология. В работе использованы общенаучные методы логического, сравнительного и статистического анализа, графического и индикативного сравнительного анализа.

Результаты. По итогам тестирования стратегий, основанных на концепции дивидендной доходности, предложена оптимизированная стратегия на среднесрочный период, которая может использоваться широким кругом инвесторов, в том числе институциональных. Внесены предложения по усовершенствованию одной из стратегий формирования и управления портфелем ценных бумаг на российском рынке, основанной на подходе Dogs of the Do.

Выводы. Сформированная стратегия, основанная на концепции дивидендной доходности, обеспечила среднюю доходность,

Ключевые слова:

инвестиционная стратегия, портфель ценных бумаг, дивидендная доходность, российский рынок ценных бумаг

превосходящую доходности стратегий DOW 5 и DOW 10, банковского вклада и вложения в ОФЗ, но оказалась хуже индексов ИМОЕХ и МОЕХВС, что было обусловлено разбалансировкой портфеля один раз в год. Состав ценных бумаг, входящих в стратегию, позволяет сформировать ETF или БПИФ для расширения круга инвесторов. Включение в портфель FXUS (биржевой фонд широкого рынка США) позволило увеличить среднегодовую доходность на 2,45%, а добавление FXMM (биржевой фонд краткосрочных гособлигаций США с рублевым хеджем) существенно минимизирует валютные риски. Оптимизация стратегии подразумевает использование операций РЕПО с ЦК и РЕПО с КСУ, что увеличивает ее доходность с помощью проведения арбитражных сделок.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Хуторова Н.А., Назин Н.А. Анализ эффективности портфельных стратегий, основанных на концепции дивидендной доходности на примере российского фондового рынка // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. – 2021. – Т. 14, № 3. – С. 323 – 346.

<https://doi.org/10.24891/fa.14.3.323>

Последствия пандемии COVID-19 внесли коррективы в инвестиционную политику большинства участников финансового рынка, что привело к серьезному пересмотру состава множества инвестиционных портфелей. Доминировавшие инвестиционные стратегии, направленные на международные рынки, сменились стратегиями, которые обращены на внутренний рынок, эти тенденции также были усилены за счет нарастающего санкционного давления на РФ и планами Регулятора по исключению иностранных ценных бумаг из списка для покупки на индивидуальный инвестиционный счет (ИИС). В целом 2020 г. вошел в историю финансовых рынков как неординарный период с высокой волатильностью и резким ростом фондовых индексов по всему миру, что было обусловлено значительными вливаниями денег в национальные экономики в целях купирования кризиса.

В результате этого вопрос по совершенствованию и оптимизации уже существующих стратегий, направленных на национальный рынок, приобрел особую актуальность. Высокая волатильность и неопределенность обеспечивают рост рисков и заставляют пересматривать подходы к формированию и управлению инвестиционными портфелями их оптимизации.

Инвестиционный портфель является совокупностью различных финансовых активов, направленных на достижение финансовой цели. Как правило, для большинства инвесторов эта цель заключается в извлечении

прибыли. Главная задача состоит в нахождении оптимального соотношения между риском и доходом. В период экономической нестабильности интерес инвесторов приковывается к акциям первого эшелона (*blue chips*), которые являются наиболее ликвидными и надежными, а их эмитенты в большинстве своем сохраняют стабильные показатели доходности.

Высокая волатильность и неопределенность обеспечивают рост рисков и заставляют пересматривать подходы к формированию и управлению инвестиционными портфелями их оптимизации. Так, Н.Д. Дмитриев в статье «Формирование инвестиционного портфеля» отмечает, что для большинства инвесторов основная финансовая цель – это получение прибыли, при этом темпы роста доходности портфеля имеют отрицательную корреляцию к значению рисков [1]. Выбор между уровнем доходности и рисков зависит от отношения самого инвестора к рискам, его опыта и величины депозита, считает М.Н. Гатауллин [2].

Принято различать несколько вариаций портфелей в зависимости от источника дохода, степени риска и сроков вложений (*рис. 1*). Особо отмечают модификацию сбалансированного портфеля, который состоит из высоконадежных и высокодоходных финансовых инструментов и предполагает сбалансированность доходов и риска. В его состав входят финансовые активы как с высоким, так и с низким уровнем риска. В случае реализации риска предполагается, что убыток от высокорискованных активов, которые составляют меньшую часть портфеля, покроется за счет доходов, полученных от высоконадежных финансовых инструментов. Важнейшими показателями качества инвестиционного портфеля традиционно выступают ликвидность, отраслевая и региональная принадлежность [3].

Портфельное инвестирование требует соответствующего опыта и знаний в данной области, которые включают в себя макро- и микроэкономический анализ, что позволяет прогнозировать ожидаемую доходность отраслевых и биржевых индексов, компаний, а также риск. Любой инвестиционный портфель подлежит периодической разбалансировке вследствие политических и экономических событий. Выбор финансовых инструментов является главным фактором в процессе формирования портфеля. Вложенные денежные средства должны соответствовать таким условиям, как безопасность вложений, стабильность получения дохода и ликвидность вложений.

Г.Ж. Габделова отмечает, что для эффективного портфельного инвестирования необходимо придерживаться следующих положений:

- риск инвестиций в определенный финансовый инструмент является вероятностью отклонения прибыли от ожидаемого значения;
- доходность и риск меняются вместе с изменением структуры портфеля ценных бумаг;
- оценка будущей доходности носит вероятностный характер [4].

В соответствии с постулатами финансового менеджмента выделяют следующие этапы оптимизации портфеля ценных бумаг:

- 1) *анализ и оценку инвестиционных качеств ценных бумаг*. С помощью этого процесса инвестор выделяет преимущества тех или иных ценных бумаг – как по отдельности, так и в общей совокупности, что помогает определить структуру портфеля;
- 2) *формирование инвестиционных решений*. Результатом этого этапа является ранжированный по соотношению уровня доходности и риска перечень ценных бумаг, которые будут включены в портфель;
- 3) *минимизацию риска при заданном уровне доходности* с помощью диверсификации портфеля ценных бумаг;
- 4) *совокупную оценку сформированного портфеля* по соотношению уровня доходности и риска [5].

Стратегия управления подразумевает совокупность методов и технологий, применяемых в процессе управления инвестиционным портфелем. В современной практике стратегии управления принято разделять на активную, пассивную и сбалансированную.

Таким образом, этапы формирования инвестиционного портфеля включают:

- 1) определение инвестиционных целей и приоритетов;
- 2) проведение фундаментального и технического анализа;
- 3) формирование инвестиционного портфеля и определение стратегии управления;
- 4) разбалансировку портфеля, так как состав любого портфеля должен периодически пересматриваться в соответствии со сложившейся экономической ситуацией;
- 5) оценку эффективности портфеля [6].

В процессе формирования портфеля ценных бумаг используется большое количество теорий и методов. Основными из них являются сбалансированный метод Майкла О'Хиггинса и Гарднеров, модель Г. Марковица, модель Шарпа¹.

В период экономической нестабильности популярностью пользуется метод Майкла О'Хиггинса и Гарднеров. Данный метод дает возможность сформировать портфель ценных бумаг в кратчайший срок. Как показала практика, метод Майкла О'Хиггинса и Гарднеров уменьшает риск финансовых потерь на инвестиционный портфель [7]. Пересмотр ценных бумаг, входящих в состав инвестиционного портфеля, происходит раз в год. Данный метод является простым и не учитывает отраслевой принадлежности компаний, которые будут включены в портфель ценных бумаг [8]. Кроме того, метод основывается на выборе сразу нескольких компаний, отобранных на схеме, изображенной на *рис. 2*.

Модель Г. Марковица позволяет определить показатели, характеризующие объем инвестиций и риск, что позволяет сравнить инвестиционные инструменты с различными соотношениями между риском и доходностью. Этот подход дает возможность определить сильные и слабые стороны той или иной ценной бумаги [9]. Данный подход не конкретизирует взаимосвязь между уровнем риска и требуемой доходностью, которую, в свою очередь, позволяет определить модель Шарпа, где ожидаемая ставка доходности выражается через такие переменные, как безрисковая ставка доходности, премия за риск и коэффициент чувствительности актива к изменениям рыночной доходности [10, 11].

Использование классических методов формирования инвестиционных портфелей не гарантирует получения положительного финансового результата. Метод, показывающий положительный результат раньше, может перестать работать, что может быть обусловлено циклическими причинами, повышением страновых рисков, вербальными интервенциями. Именно поэтому необходимо внимательно относиться к выбору метода формирования портфеля и учитывать различные макроэкономические факторы.

Уже несколько лет российский фондовый рынок показывает одну из самых высоких в мире дивидендных доходностей, что делает популярными инвестиционные стратегии, базирующиеся на дивидендном потоке. Цель дивидендной стратегии заключается в покупке акций с расчетом на процентный доход от них в виде дивидендов, а не на прибыль от разницы

¹ Бригхем Ю. Энциклопедия финансового менеджмента. М.: РАНХиГС, 2019. С. 823.

между покупкой и продажей. Стратегии, основанные на концепции дивидендной доходности, не используют спекулятивные сделки и являются наиболее консервативными и менее рискованными. Инвестирование в компании со стабильной дивидендной доходностью является вложением средств в целях получения пассивного дохода в долгосрочной перспективе. Это позволяет наращивать капитал с помощью теории сложных процентов при условии реинвестирования полученных дивидендов.

Для использования стратегий дивидендной доходности, помимо анализа финансовых показателей компании, необходимо проанализировать комплекс причин, влияющих на размер дивидендных выплат: дивидендная политика, настроения инвесторов на рынке, инвестиционная программа, законодательные рекомендации для компаний с государственным участием и т.п. Как отмечено в работе А.Е. Абрамова и др., наличие государственной собственности определяет некоторые особенности дивидендной модели².

В рамках данной работы предложена и протестирована стратегия дивидендной доходности, рассчитанная на средний горизонт планирования (5–7 лет), которая может использоваться как для самостоятельного формирования портфеля частного инвестора, так и в качестве идеи для портфельного управляющего, использоваться пенсионными фондами, а также может стать основой для формирования ETF.

Авторская стратегия была основана на критическом анализе наиболее известных стратегий, основанных на концепции дивидендной доходности³ [12, 13]. Она может включать следующие шаги.

1. Покупка акций дивидендных аристократов США.
2. Покупка акций дивидендных аристократов России.
3. Покупка акций с низкой стоимостью.
4. Покупка дивидендных акций с низкими показателями волатильности.
5. Покупка акций перед дивидендным ралли.
6. Покупка акций до даты закрытия реестра на дивиденды.

Одним из наиболее распространенных видов реализации «теории фильтров» является так называемая стратегия «Собаки Доу» (*Dogs of the*

² Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М. «Загадка дивидендов» и российский рынок акций / Экономический портал.
URL: <https://institutiones.com/politika/3497-zagadka-dividentov.html>

³ Коган Е. Анализ эффективности дивидендных стратегий // Инвестиционный холдинг Финам. 2021. № 24.

Dow) и ее вариации, именно она послужила основой для формирования авторской стратегии дивидендной доходности, включающую в себя акции, торгующиеся на Московской бирже. По правилам стратегии Доу из акции 30 компаний индекса Dow Jones Industrial Average приобретаются 10 акций с самой высокой дивидендной доходностью в равных пропорциях. Одна из модификаций указанной стратегии называется Small Dogs of the Dow, где инвестор приобретает акции пяти эмитентов с наименьшей стоимостью акций, входящих в стратегию Dogs of the Dow. Время показало, что стратегия покупки пяти самых дешевых из 10 акций с самой высокой дивидендной доходностью увеличивает доходность портфеля, не изменяя уровня его риска. Дальнейшей модификацией данной стратегии является Flying Five, известная также под названием «Четыре дурака». Акции в этой стратегии отбираются не по дивидендной доходности, а по коэффициенту «дурости», который рассчитывается как дивидендная доходность, деленная на квадратный корень из цены акции [14].

Включение акций эмитентов высоконадежных компаний, имеющих высокую дивидендную доходность, могут увеличить ожидаемую доходность, одновременно диверсифицируя портфель. Именно поэтому стратегии, основанные на концепции дивидендной доходности, отлично подходят для консервативных инвесторов. Стратегии, построенные на «дивидендном ралли», или «восстановлении гэпа», относятся к спекулятивным стратегиям и не рассчитаны на долгосрочный период инвестирования.

В процессе изучения различных видов торговых стратегий мы остановили свой выбор на стратегиях, основанных на концепции дивидендной доходности. Попытаемся сформировать собственную стратегию, которая показывала бы эффективный результат. Данная торговая стратегия в дальнейшем будет называться «Дивиденды МОЕХВС»⁴.

Для тестирования необходимо сформулировать этапы разработанной стратегии, основанной на концепции дивидендной доходности.

1. Датой формирования и разбалансировки портфеля будет 1 июля, так как дивиденды всех отечественных компаний по итогам предыдущего календарного года уже выплачены.

2. Берем дивиденды компаний, включенные в МОЕХВС⁵ с ближайшей датой разбалансировки, и делим данное значение на курсовую стоимость акции по состоянию на 1 июля. Между привилегированными

⁴ МОЕХВС – индекс голубых фишек на Московской бирже.

⁵ Индекс голубых фишек Московской биржи / Московская биржа. URL: <https://moex.com/ru/index/MOEXVC/constituents/>

обыкновенными акциями эмитента мы отдаем предпочтение тем, у которых выше дивидендная доходность. Это делается, чтобы избежать повтора акций одного и того же эмитента в портфеле.

3. Акции, входящие в индекс МОЕХВС, выстраиваются по убыванию дивидендной доходности.

4. Из сформированного перечня мы выбираем шесть акций с самой высокой дивидендной доходностью.

5. Аксию с самой высокой дивидендной доходностью мы не включаем в портфель, оставляя свой выбор на оставшихся пяти акциях.

6. Равномерно распределяем инвестиционные средства по количеству отобранных акций и приобретаем акции отобранных эмитентов.

7. Сравниваем с результатом стратегий Dow 10 и Dow 5, а также с динамикой индексов IMOEX, RTSI, MOEXBC, динамикой максимальной процентной ставки (по вкладам в российских рублях) 10 кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц⁶ и доходности облигаций федерального займа со сроком погашения через один год⁷ (в дальнейшем данную стратегию будем называть «ОФЗ 1 год»).

8. Держим сформированный портфель неизменным. По истечении одного года (1 июля) проводим разбалансировку портфеля, который будет включать в себя акции эмитентов, входящих в состав индекса МОЕХВС.

Акция с самой высокой дивидендной доходностью не включается в портфель ценных бумаг по причине того, что доходность дивидендов увеличивается как при увеличении размера выплат, так и в результате снижения котировок. Также мы попытаемся избежать высокой волатильности, так как акции эмитентов с самой высокой дивидендной доходностью имеют самую большую дивидендную отсечку.

Для того чтобы провести анализ и убедиться в эффективности сформированной стратегии, основанной на концепции дивидендной доходности, нами было принято решение протестировать ее на пятилетнем промежутке.

⁶ Динамика максимальной процентной ставки (по вкладам в российских рублях) десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц / Банк России. URL: <http://cbr.ru/statistics/avgprocstav/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=1.07.2011&UniDbQuery.To=1.07.2020>

⁷ Кривая бескупонной доходности государственных облигаций / Банк России. URL: https://cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/

Анализируемый период продлился с 01.07.2015 по 02.04.2021. Для подведения итогов тестирования необходимо сопоставить доходность дивидендных стратегий со значениями ведущих индексов отечественного рынка, к которым относятся RTSI, IMOEX и MOEXBC. Для этого проанализируем значения среднегодовой доходности портфеля (*табл. 1*). Для наглядности анализируемые данные представлены на гистограмме (*рис. 3*).

На основании проведенного анализа можно сделать вывод, что стратегии, основанные на концепции дивидендной доходности, показывают приемлемую доходность в долгосрочном периоде, и даже иногда удается обогнать основные индексы российского фондового рынка. Несмотря на то, что итоговый результат стратегии «Дивиденды MOEXBC» оказался хуже, чем у индексов IMOEX и MOEXBC, итоговый результат все равно можно считать удачным, так как разбалансировка нашего портфеля проходила один раз в год, в то время как у индексов она обычно происходит один раз в квартал.

Принимая во внимание высокую волатильность валютной пары USD/RUB, было предложено дополнительно диверсифицировать сформированные портфели с помощью таких финансовых инструментов, как FXUS и FXMM⁸ в соотношении 70 и 30%, поскольку перечисленные финансовые инструменты торгуются как в долларах, так и в рублях. FXUS является инструментом инвестирования в крупнейшие американские компании, а вложение в FXUS равнозначно ставке на рост индекса S&P500.

FXMM ETF⁹ является долларовым фондом с рублевым хеджированием, в составе которого имеются краткосрочные гособлигации США (*Treasury Bills*). Данный финансовый инструмент рассматривается как надежный и низковолатильный инструмент, позволяющий избежать банковского риска (*рис. 4*).

Значения средневзвешенной курсовой стоимости и доходности двух указанных финансовых инструментов на даты разбалансировки портфеля ценных бумаг, согласно стратегии, основанной на концепции дивидендной доходности, представлены в *табл. 2*. Для наглядности значения из *табл. 2* изображены на графике (*рис. 5*).

Протестируем стратегию в период с 01.07.2020 по 02.04.2021. В соответствии со стратегией, 1 июля каждого года на основании размера

⁸ FXUS – долларовый инструмент инвестирования в крупнейшие американские компании, покрывает 85% фондового рынка США, обращается на Московской бирже с минимальным порогом входа. URL: <https://finex-etf.ru/products/FXUS>; FXMM ETF – долларовый фонд с рублевым хеджированием.

⁹ Краткосрочные гособлигации США с рублевым хеджем. URL: <https://finex-etf.ru/products/FXMM>

дивидендов включаем в портфель акции в соответствии со стратегией «Дивиденды МОЕХВС» и покупаем FXUS ETF в соотношении 70 и 30% (табл. 3).

Из значений, представленных в табл. 3, можно сделать вывод, что, диверсифицируя предложенную стратегию дивидендной доходности таким финансовым инструментом, как FXUS, мы получаем положительный результат. Доходность стратегии, диверсифицированной FXUS за каждый отдельно взятый год, за исключением 2018–2019 гг., показала себя лучше, чем отдельная стратегия в целом. С помощью этого финансового инструмента мы увеличиваем среднегодовую доходность на 2,45 п.п.

Протестируем период 01.07.2020–02.04.2021. В соответствии со стратегией, 1 июля каждого года на основании размера дивидендов включаем в портфель акции в соответствии со стратегией «Дивиденды МОЕХВС» и покупаем FinEx Cash Equivalents UCITS ETF в соотношении 70 и 30% (табл. 4).

Из значений, представленных в табл. 4, можно сделать вывод, что, диверсифицируя стратегию дивидендной доходности таким финансовым инструментом, как FXMM, мы получаем более низкую среднегодовую доходность. Но данный кейс можно рассмотреть как вариант для снижения совокупного риска портфеля. Стоит отметить, что включение такого инструмента, как FXUS увеличивает валютный риск, в то время как фонд FXMM за счет высоконадежных краткосрочных американских облигаций позволяет хеджировать валютный риск. Для наглядности значения из табл. 3 и 4 изображены на графике (рис. 6).

Также в качестве метода оптимизации портфельной стратегии можно отнести торговлю в режиме РЕПО с ЦК (центральным контрагентом). Для заключения сделок РЕПО с ЦК необходимо внести 10 млн руб. в гарантийный фонд, в то же время минимальный объем сделки, включая дисконт, равен 100 тыс. руб. В определенные дни можно привлечь денежные средства под залог ценной бумаги под очень низкий или вовсе отрицательный процент. Этими днями являются корпоративные события эмитента, за исключением даты дивидендной отсечки, и когда та или иная ценная бумага нужна профучастнику для того, чтобы он не закрыл торговый день с минусом.

Широко известные преимущества РЕПО с ЦК (торговля вне лимитов на участников, минимизация средств и ценных бумаг для расчетов, снижение «нагрузки» на капитал участника, единый надежный риск-менеджмент и

анонимная торговля)¹⁰ позволяют существенно улучшить инвестиционное качество портфеля. К методам оптимизации сформированной стратегии можно отнести операции с клиринговым сертификатом участия (КСУ). КСУ – это неэмиссионная документарная предъявительская ценная бумага с обязательным централизованным хранением, выдаваемая клиринговой организацией, сформировавшей имущественный пул, и удостоверяющая право ее владельца требовать от клиринговой организации выплаты ее номинальной стоимости при наступлении определенных условий¹¹.

В качестве преимуществ сделок РЕПО с КСУ московская биржа выделяет:

- сохранение права собственности на активы, внесенные в имущественный пул, которое выражается в праве голоса и в праве получения дохода;
- онлайн замену обеспечения через биржевой терминал;
- возможность автоматического подбора активов в имущественный пул;
- концентрацию ликвидности денежного рынка в «одном стакане»¹².

Но процентные ставки по данному инструменту редко бывают низкими, и привлечение денежных средств с помощью РЕПО с КСУ скорее всего больше подойдет для активной торговли внутри дня, так как разместить привлеченные денежные средства по более высокой процентной ставке достаточно сложно. Однако два перечисленных варианта можно комбинировать. Например, при низких или отрицательных процентных ставках по определенной ценной бумаге, ее можно вывести из пула, заменив на другую.

Итак, анализ портфельных стратегий, основанных на концепции дивидендной доходности, на примере российского фондового рынка показал их эффективность. По итогам тестирования предложенной нами модели можно утверждать, что даже в условиях волатильности, присущей развивающимся странам, высоким страновым рискам и исторически высокой дивидендной доходности российских компаний за счет ставки на российские голубые фишки и инструменты хеджирования, можно

¹⁰ РЕПО с Центральным Контрагентом / Московская биржа.
URL: <https://moex.com/ru/markets/money/repock/>

¹¹ О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте: Федеральный закон от 07.02.2011 № 7-ФЗ (ред. от 31.07.2020).

¹² Клиринговый сертификат участия / Московская биржа.
URL: <https://moex.com/ru/markets/money/repoksu>

генерировать приемлемую доходность (выше, чем по банковским депозитам и портфелю государственных облигаций).

Включение в портфель FXUS обеспечивает рост среднегодовой доходности на 2,45%, но в то же время наращивает валютный риск из-за высокого уровня волатильности валютной пары USDRUB, а диверсификация посредством включения FXMM позволяет его хеджировать. Несмотря на снижение среднегодовой доходности, мы минимизируем валютные риски и убытки при возникновении финансового кризиса. Также благодаря операциям РЕПО с ЦК и РЕПО с КСЧ можно минимизировать совокупный финансовый риск и тем самым увеличить доходность стратегии с помощью проведения арбитражных сделок. Такая стратегия может использоваться частным инвестором при наличии необходимых компетенций, она также подходит для управляющей компании ПИФ и ETF. Кроме того, частный инвестор может подключить свою стратегию к «автоследованию», обеспечив тем самым дополнительный источник доходов. Данная стратегия может быть применена пенсионными фондами и банками в качестве инвестиционной идеи для размещения привлеченных средств.

Таблица 1

Сравнение доходности портфеля с показателями фондовых индексов, доходностью облигаций федерального займа и банковского депозита за 2015–2021 гг.

Table 1

The comparison of yield on the portfolio with stock indices, yield on federal loan bonds and yield on bank deposit, 2015–2021

Период	RTSI	IMOEX	MOEXBC
2015–2016 гг.	0,29	11,65	12,5
2016–2017 гг.	8,15	0,31	–0,64
2017–2018 гг.	14,09	21,90	25,52
2018–2019 гг.	21,71	20,79	23,2
2019–2020 гг.	–10,94	–0,45	–2,69
2020–2021 гг.	17,5	23,66	22,01
Среднее значение доходности за год	8,47	12,98	13,32

Продолжение таблицы

Период	Вклад	Стратегия DOW 5	Стратегия «Дивиденды МОЕХВС»	Стратегия DOW10
2015–2016 гг.	11,042	4,51	2,97	7,39
2016–2017 гг.	9,13	–6,51	0,22	1,93
2017–2018 гг.	7,363	26,97	36,21	31,65
2018–2019 гг.	6,394	18,01	14,58	12,47
2019–2020 гг.	7,135	–2,37	–3,15	–3,05
2020–2021 гг.	4,6290	19,35	15,54	15,09
Среднее значение доходности за год	7,62	9,99	11,06	10,91

Источник: рассчитано авторами на основе данных Московской биржи*Source:* Authoring, based on Moscow Exchange data**Таблица 2****Динамика средневзвешенной курсовой стоимости FXMM и FXUS в 2015–2021 гг.****Table 2****Trends in the weighted average exchange rate of FXMM and FXUS, 2015–2021**

Дата	Средневзвешенная курсовая стоимость FXMM, руб.	Средневзвешенная курсовая стоимость FXUS, руб.	Доходность FXMM, %	Доходность FXUS, %
01.07.2015	1 135,9	2 001	–	–
01.07.2016	1 246,9	2 350	9,77	17,44
03.07.2017	1 357,1	2 539	8,84	8,04
02.07.2018	1 441,5	3 020	6,22	18,94
01.07.2019	1 535,1	3 326	6,49	10,13
02.07.2020	1 623,4	3 996	5,75	20,14
02.04.2021	1 663,6	5 622	2,48	40,69

Источник: рассчитано авторами на основе данных Московской биржи*Source:* Authoring, based on Moscow Exchange data

Таблица 3

Динамика доходности стратегии дивидендной доходности диверсифицированной финансовых инструментов FXUS в 2015–2021 гг.

Table 3

Trends in the dividend yield strategy diversified with FXUS, 2015–2021

Период	Доходность стратегии	Удельный вес, %	Доходность FXUS	Удельный вес, %	Доходность стратегии и FXUS
2015–2016 гг.	2,97	0,7	17,44	0,3	7,31
2016–2017 гг.	0,22	0,7	8,04	0,3	2,57
2017–2018 гг.	36,21	0,7	18,94	0,3	31,03
2018–2019 гг.	14,58	0,7	10,13	0,3	13,25
2019–2020 гг.	–3,15	0,7	20,14	0,3	3,84
2020–2021 гг.	15,54	0,7	40,69	0,3	23,09
Среднее значение доходности за год	11,06	–	19,23	–	13,51

Источник: рассчитано авторами на основе данных Московской биржи

Source: Authoring, based on Moscow Exchange data

Таблица 4

Динамика доходности стратегии дивидендной доходности диверсифицированной финансовых инструментов FXMM в 2015–2021 гг.

Table 4

Trends in the dividend yield strategy diversified with FXMM, 2015–2021

Период	Доходность стратегии	Удельный вес, %	Доходность FXMM	Удельный вес, %	Доходность стратегии и FXMM
2015–2016 гг.	2,97	0,7	9,77	0,3	5,01
2016–2017 гг.	0,22	0,7	8,84	0,3	2,81
2017–2018 гг.	36,21	0,7	6,22	0,3	27,21
2018–2019 гг.	14,58	0,7	6,49	0,3	12,16
2019–2020 гг.	–3,15	0,7	5,75	0,3	–0,48
2020–2021 гг.	15,54	0,7	2,48	0,3	11,62
Среднее значение доходности за год	11,06	0,7	6,59	0,3	9,72

Источник: рассчитано авторами на основе данных Московской биржи

Source: Authoring, based on Moscow Exchange data

Рисунок 1
Классификация портфелей ценных бумаг

Figure 1
The classification of securities portfolios



Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 2
Схема формирования портфеля ценных бумаг по методу Майкла О'Хиггинса и Гарднеров

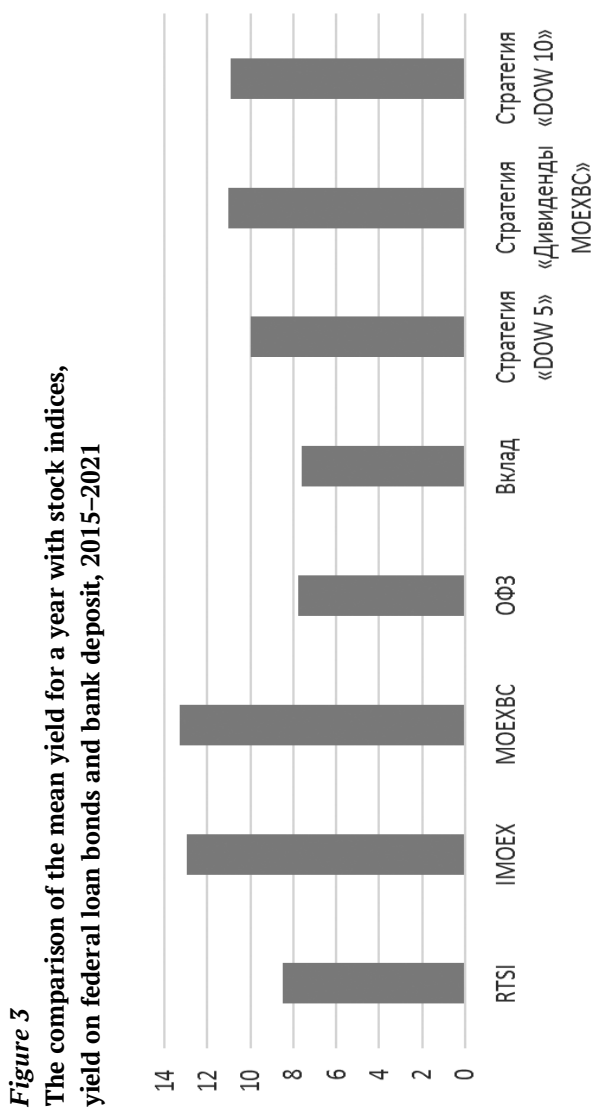
Figure 2
The scheme for making a securities portfolio by the method of Michael O'Higgins and the Gardners



Источник: [7]

Source: [7]

Рисунок 3
Сравнение среднего значения доходности за год с показателями фондовых индексов, доходностью облигаций федерального займа и банковского вклада в 2015–2021 гг.



Источник: составлено авторами на основе данных Московской биржи

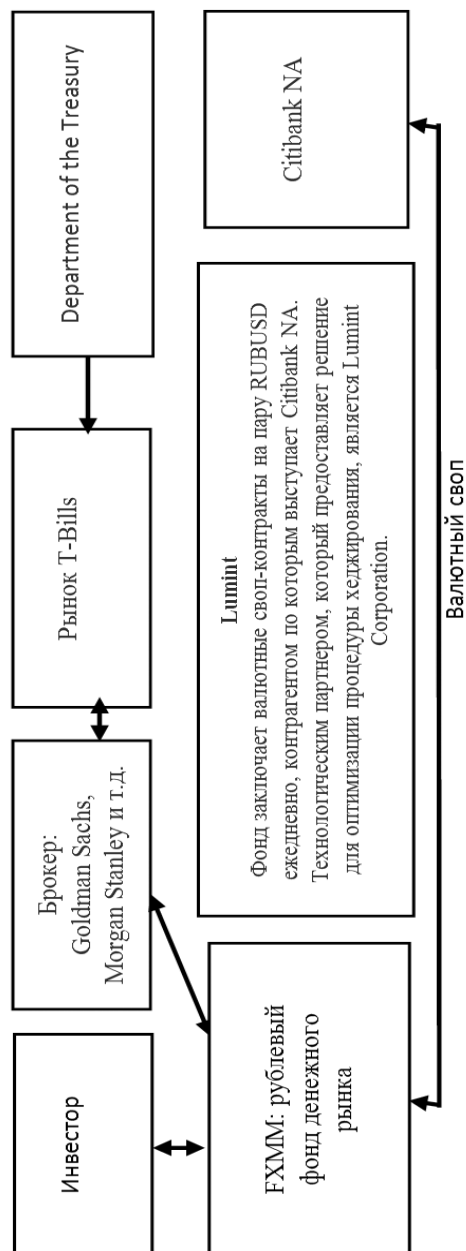
Source: Authoring, based on Moscow Exchange data

Рисунок 4

Схема работы ETF на американские казначейские облигации с рублевым хеджированием

Figure 4

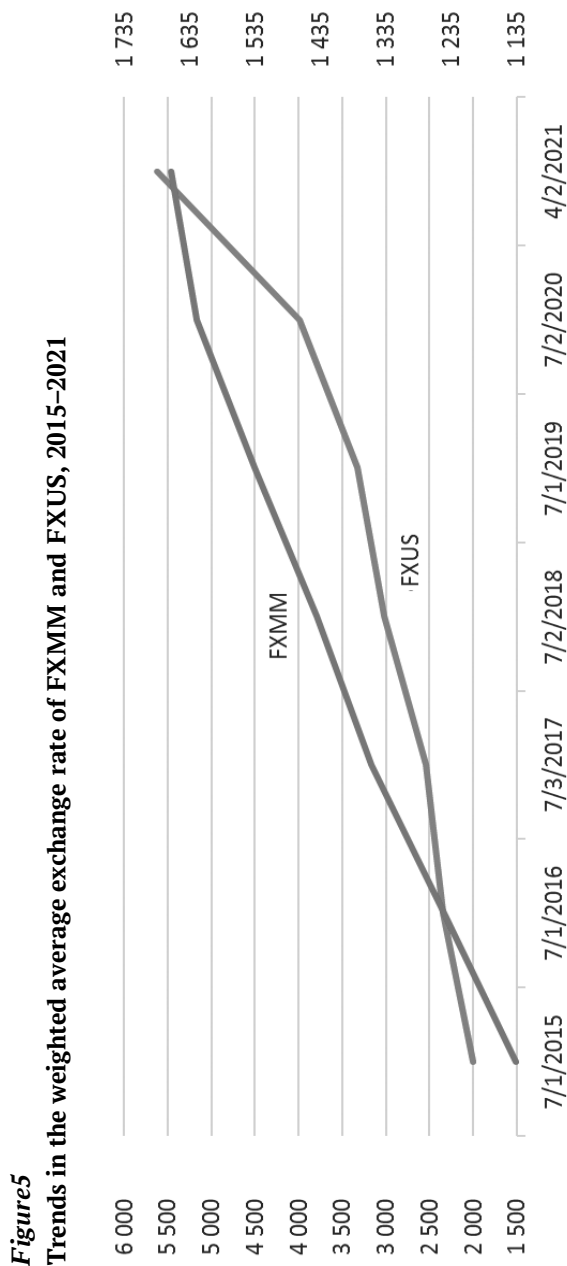
The operational scheme of the ETF with respect to the U.S. Treasury bonds with Ruble hedging



Источник: ETF на американские казначейские облигации с рублевым хеджированием. URL: <https://finex-etf.ru/upload/iblock/2ed/FXMM.pdf>

Source: ETF on U.S. treasury bonds with Ruble hedging. URL: <https://finex-etf.ru/upload/iblock/2ed/FXMM.pdf> (In Russ.)

Рисунок 5
Динамика средневзвешенной курсовой стоимости FXMM и FXUS в 2015–2021 гг.

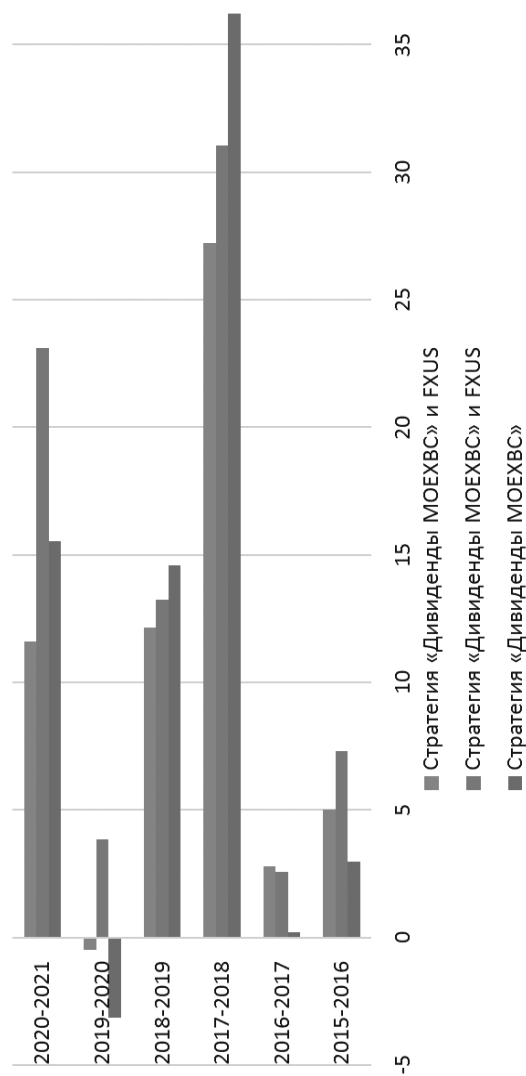


Источник: составлено авторами на основе данных Московской биржи

Source: Authoring, based on Moscow Exchange data

Рисунок 6
Сравнение доходности сформированной стратегии, основанной на концепции дивидендной доходности, диверсифицированную инструментами FXMM и FXUS в 2015–2021 гг.

Figure 6
The comparison of the profitability of the proposed strategy based on the dividend yield concept and diversified with the FXMM and FXUS, 2015–2021



Источник: составлено авторами на основе данных Московской биржи

Source: Authoring, based on Moscow Exchange data

Список литературы

1. *Дмитриев Н.Д.* Формирование инвестиционного портфеля // Стратегии бизнеса. 2019. № 5. С. 17–20.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-investitsionnogo-portfelya-1>
2. *Гатауллин М.Н.* Формирование инвестиционного портфеля частным инвестором (на примере российского рынка ценных бумаг) // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. Вступление. Путь в науку. 2017. № 2. С. 124–132.
3. *Milan P.L.A.B., Eid W. Jr.* Investment Portfolios in an Emerging Economy: What Drives Portfolio's Diversification? // *Emerging Markets Journal*. 2017. Vol. 7. No. 1. P. 1–10. URL: <https://doi.org/10.5195/emaaj.2017.120>
4. *Габделова Г.Ж.* Управление инвестиционным портфелем // Экономика и бизнес: теория и практика. 2020. Т. 11-1. С. 184–186.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/upravlenie-investitsionnym-portfelem-2>
5. *Abramov A., Radygin A., Chernova M.* Long-term portfolio investments: New insight into return and risk // *Russian Journal of Economics*. 2015. Vol. 1. Iss. 3. P. 273–293. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2015.12.001>
6. *Теплова Т.В., Соколова Т.В., Фазано А., Родина В.А.* Детерминанты доходности российских ПИФов акций и облигаций: активные инвестиционные стратегии и комиссии // Вопросы экономики. 2020. № 9. С. 40–60. URL: https://doi.org/10.32609/0042_8736-2020-9-40-60
7. *Щербаченко А.С.* Особенности выбора метода формирования инвестиционного портфеля в условиях нестабильности фондового рынка // Наукоедение. 2014. № 1.
URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/43EVN114.pdf>
8. *Oliinyk V., Kozmenko O.* Optimization of investment portfolio management // *Serbian Journal of Management*. 2019. Vol. 14. No. 2. URL: <https://doi.org/10.5937/sjm14-16806>
9. *Лупандин В.В., Егоров И.С.* Применение модели Марковица для расчета оптимального портфеля // Достижения науки и образования. 2019. № 9. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-modeli-markovitsa-dlya-rascheta-optimalnogo-portfelya>
10. *Терехова А.Н., Васильева Т.И.* Индексная модель Уильяма Шарпа // Хроноэкономика. 2017. № 6. С. 95–98.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/indeksnaya-model-uilyama-sharpa>

11. *Ben Dor A., Florig S., Guan J., Zeng X.* Beta Instability and Implications for Hedging Systematic Risk: Takeaways from the COVID-19 Crisis // *The Journal of Portfolio Management*. 2021. Vol. 47. P. 139–155.
URL: <https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.233>
12. *Володин С.Н., Сорокин И.А.* Формирование высокодивидендных портфелей на российском фондовом рынке // *Управление корпоративными финансами*. 2014. № 6. С. 382–390.
URL: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/folder/ayenamknkw/direct/137408706>
13. *Elkamhi R., Lee J.S.H., Sadik S.* Bridging the Gap between Strategic Allocation and Investment Risk // *The Journal of Portfolio Management*. 2021. Vol. 47. Iss. 6. P. 89–100.
URL: <https://doi.org/https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.235>
14. *Сорокин И.А.* Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на различных рынках // *Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса*. 2019. № 1. С. 335–344.
URL: <http://vestnik.volbi.ru/upload/numbers/146/article-146-2331.pdf>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

pISSN 2073-4484
eISSN 2311-8768

Financial Instruments

ANALYZING THE EFFICIENCY OF PORTFOLIO STRATEGIES BASED ON THE DIVIDEND YIELD CONCEPT: EVIDENCE FROM THE RUSSIAN STOCK MARKET

Natal'ya A. KHUTOROVA ^{a,*},
Nikita A. NAZIN ^b

^a Russian Presidential Academy of National Economy
and Public Administration (RANEPA),
Moscow, Russian Federation
khutorova-na@ranepa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-2123-4573>

^b JSC FINAM,
Moscow, Russian Federation
nazinnik1997@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0001-9261-6694>

* Corresponding author

Article history:

Article No. 286/2021
Received 13 May 2021
Received in revised
form 31 May 2021
Accepted 20 June 2021
Available online
16 August 2021

JEL classification:
G11, G17

Keywords: investment
strategy, securities
portfolio, dividend
yield, Russian
securities market

Abstract

Subject. The article focuses on the formation and management of the securities portfolio. In developed economies, various strategies are used to manage portfolios. The tendencies permeate the practice of portfolio managers and in the domestic market.

Objectives. We analyze the efficiency of portfolio management strategies based on the dividend yield concept in order to find the most appropriate one for the Russian market for mid-term investment.

Methods. The study is based on general methods of logic, comparative and statistical analysis, graphical and indicative comparative analysis.

Results. Having tested strategies based on the dividend yield concept, we suggested using an improved mid-term strategy, which may suit many investors, including institutional ones. The article presents our suggestions on the improvement of a strategy for creating and managing a securities portfolio in the Russian stock market, which is based on the Dogs-of-the-Do principle.

Conclusions and Relevance. Drawing upon the dividend yield concept, the proposed strategy ensures the average yield exceeding those of DOW 5 and DOW 10 strategies, bank deposit and investment in federal loan bonds. However, it is inferior to IMOEX and MOEXBS due to the loss of the portfolio balance once a year. Securities within the strategy make up ETF to lure more investors. The inclusion of FXUS increased the average annual yield by 2.45 percent. The addition of FXMM significantly reduces foreign currency risks. To optimize the strategy, there should be REPO with the central counterpart and CCP-cleared REPO, which raises its yield through arbitrage transactions.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Khutorova N.A., Nazin N.A. Analyzing the Efficiency of Portfolio Strategies Based on the Dividend Yield Concept: Evidence from the Russian Stock Market. *Financial Analytics: Science and Experience*, 2021, vol. 14, iss. 3, pp. 323–346.
<https://doi.org/10.24891/fa.14.3.323>

References

1. Dmitriev N.D. [Formation of investment portfolio]. *Strategii biznesa = Business Strategies*, 2019, no. 5, pp. 17–20.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-investitsionnogo-portfelya-1> (In Russ.)
2. Gataullin M.N. [Formation of the investment portfolio by the private investor (on the example of the Russian securities market)]. *Vestnik Rossiiskogo ekonomicheskogo universiteta im. G.V. Plekhanova. Vstuplenie. Put' v nauku = Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics. Introduction. The Road to Science*, 2017, no. 2, pp. 124–132. (In Russ.)
3. Milan P.L.A.B., Eid W. Jr. Investment Portfolios in an Emerging Economy: What Drives Portfolio's Diversification? *Emerging Markets Journal*, 2017, vol. 7, no. 1, pp. 1–10. URL: <https://doi.org/10.5195/emaj.2017.120>
4. Gabdelova G.Zh. [Investment portfolio management]. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika = Economics and Business: Theory and Practice*, 2020, vol. 11-1, pp. 184–186. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/upravlenie-investitsionnym-portfelem-2> (In Russ.)
5. Abramov A., Radygin A., Chernova M. Long-term Portfolio Investments: New Insight into Return and Risk. *Russian Journal of Economics*, 2015, vol. 1, iss. 3, pp. 273–293. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2015.12.001>
6. Teplova T.V., Sokolova T.V., Fasano A., Rodina V.A. [Determinants of return rates of Russian equity and bond mutual funds: Active investment strategies and commissions]. *Voprosy Ekonomiki*, 2020, no. 9, pp. 40–60. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/00428736-2020-9-40-60>
7. Shcherbachenko A.S. [The selection method's features of investment portfolio in a stock market volatility conditions]. *Naukovedenie*, 2014, no. 1. (In Russ.)
URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/43EVN114.pdf>
8. Oliinyk V., Kozmenko O. Optimization of Investment Portfolio Management. *Serbian Journal of Management*, 2019, vol. 14, no. 2.
URL: <https://doi.org/10.5937/sjm14-16806>

9. Lupandin V.V., Egorov I.S. [Application of the Markowitz model for calculating the optimal portfolio]. *Dostizheniya nauki i obrazovaniya = Achievements of Science and Education*, 2019, no. 9.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-modeli-markovitsa-dlya-rascheta-optimalnogo-portfelya> (In Russ.)
10. Terekhova A.N., Vasilyeva T.I. [Index model of William Sharpe]. *Kronoekonomika = Hronoeconomics*, 2017, no. 6, pp. 95–98.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/indeksnaya-model-uilyama-sharpa> (In Russ.)
11. Ben Dor A., Florig S., Guan J., Zeng X. Beta Instability and Implications for Hedging Systematic Risk: Takeaways from the COVID-19 Crisis. *The Journal of Portfolio Management*, 2021, vol. 47, pp. 139–155.
URL: <https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.233>
12. Volodin S.N., Sorokin I.A. [The formation of high dividend portfolios in the Russian stock market]. *Upravlenie korporativnymi finansami = Corporate Finance Management*, 2014, no. 6, pp. 382–390. (In Russ.)
URL: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/folder/ayenamknkw/direct/137408706>
13. Elkamhi R., Lee J.S.H., Sadik S. Bridging the Gap between Strategic Allocation and Investment Risk. *The Journal of Portfolio Management*, 2021, vol. 47, iss. 6, pp. 89–100.
URL: <https://doi.org/https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.235>
14. Sorokin I.A. [The evaluation of the effectiveness of high-dividend strategies in various markets]. *Biznes. Obrazovanie. Pravo. Vestnik Volgogradskogo instituta biznesa = Business. Education. Law. Bulletin of Volgograd Institute of Business*, 2019, no. 1, pp. 335–344.
URL: <http://vestnik.volbi.ru/upload/numbers/146/article-146-2331.pdf> (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.